

ZAHTEVANA DONOSNOST NALOŽBENEGA ŽIVLJENJSKEGA ZAVAROVANJA (1)

THE REQUIRED RATE OF RETURN ON A UNIT-LINKED LIFE INSURANCE (1)

mag. Roman Živkovič, Bančni vestnik, Letn. 60, št. 5, 2011

Abstract

The purpose of this study is to estimate the required rate of return on a unit-linked life insurance. We know that the »classical« unit-linked life insurance is a combination of insurance and mutual funds or a hybrid financial-insurance instrument. The function or benefit of such financial instrument could be only one; at the same risk, create higher returns for the investor. For this reason, it must have a higher required rate of return than the combined financial instruments, which could be buy separate on the financial and insurance markets. Using differential analysis and the building block approach, we find that the expected return of an investment in unit-linked life insurance does not meet or exceed the required rate of return, which means that the investment is not acceptable.

Keywords: unit-linked life insurance, required rate of return, differential analysis, building block approach, hybrid financial-insurance instruments, Slovenian life insurance market, financial investments

1 Uvod

V prispevku bomo ocenili zahtevano donosnost naložbenega življenjskega zavarovanja (dalje: naložbeno zavarovanje) ter na ta način odgovorili na vprašanje, ali kot finančni instrument izpolnjuje investitorjeve zahteve, osnovane na sprejetih tveganjih in pričakovanih donosnostih. Vemo, da je »klasično« naložbeno zavarovanje po svojih lastnostih kombinacija samostojnega finančnega in zavarovalniškega instrumenta, naložbe v vzajemni sklad in polico rizičnega življenjskega zavarovanja, ali hibridni finančno-zavarovalniški instrument (dalje: finančni instrument), funkcija takšnega finančnega instrumenta pa je lahko edino

takšna, da mora imeti višjo zahtevano donosnost od finančnega instrumenta, ki se ga lahko sestavi in dobi ločeno na finančnih in zavarovalniških trgih.

Z dobljenimi rezultati bomo hkrati tudi odgovorili na »večno« dilemo, ki se že deset let pojavlja v javnosti, in sicer kje je bolj »smotrno« varčevati, ali v vzajemnem skladu ali v naložbenem zavarovanju. Namreč, mnogo člankov se sprašuje, kakšne okoliščine vodijo investitorje pri njihovih odločitvah za vlaganje v naložbena življenjska zavarovanja in kakšne v vzajemne sklade. Poudarek je vedno na spletu okoliščin in različnih učinkov, saj se naložbi naj ne bi smelo neposredno primerjati, ker po svojih lastnostih (oz. tveganjih) nista enaki, zato pa se tudi njihovi zaključki vedno končajo brez konkretnih izračunov in odgovorov, z nekakšno »cost-benefit« analizo. V drugi skupini imamo članke, ki so sicer s podobnim metodološkim pristopom, kot ga bomo uporabili v prispevku (vsaj v izhodišču), vendar pa z zelo pomanjkljivo analizo, dali za rezultate ponovno le narobne zaključke, v tretji skupini pa imamo še takšne članke, ki so zaradi visokih stroškov naložbenega zavarovanja sicer izrazili dvom, vendar si niso znali natančno razložiti oz. argumentirati svojih trditev, saj visoki stroški še ne pomenijo ničesar, če ne poznamo vseh učinkov oportunitetne oz. alternativne naložbe. Za razrešitev te dileme je potreben bolj konsistenten pristop; najprej je potrebno primerjati naložbeno zavarovanje s finančnim instrumentom, ki bo imel enake ali vsaj podobne lastnosti, da se izenači čim več tveganj med naložbama, potem pa je potrebno izločiti in oceniti še tista tveganja, ki niso enaka pri obeh finančnih instrumentih, ter jih ovrednotiti v njuni zahtevani donosnosti, da se izenačita za neposredno primerjavo. Finančni instrument, ki se bo skonstruiral za ta namen in bo služil kot oportunitetna oz. alternativna naložba bo prav tako kombinacija vzajemnega sklada in življenjskega zavarovanja, poimenovali pa ga bomo »kombinirano naložbeno zavarovanje«. Možna sta dva rezultata, investitor pa se bo poslej odločal samo še o tem, ali potrebuje življenjsko zavarovanje ali ne: (1) kolikor bo pričakovana donosnost naložbenega zavarovanja enaka ali višja od zahtevane donosnosti, bo pomenilo, da naložbeno zavarovanje izpolnjuje svojo osnovno funkcijo, investitor pa se bo odločil

za vlaganje v naložbeno zavarovanje samo še v primeru, če ocenjuje, da potrebuje življenjsko zavarovanje, v nasprotnem primeru se bo odločil za vzajemni sklad; (2) če pa bo pričakovana donosnost naložbenega zavarovanja nižja od zahtevane donosnosti, se investitor ne bo več odločal med vzajemnim skladom in naložbenim zavarovanjem, pač pa bo edina možnost le še vzajemni sklad in opcijsko polica rizičnega življenjskega zavarovanja, naložbeno zavarovanje pa bo postalo nesmiselno. Dodati je še potrebno, da je morda možen tudi takšen rezultat, da bo pričakovana donosnost naložbenega zavarovanja višja tudi od zahtevane donosnosti vzajemnega sklada, in da se bo investitor odločil za vlaganje v naložbeno zavarovanje ne glede na to ali potrebuje življenjsko zavarovanje, če vemo, da imajo dolgoročna vlaganja v naložbena zavarovanja za obdobja nad desetimi leti pozitivne davčne učinke za fizične osebe. V tem primeru bi nesmiselno postalo direktno vlaganje v vzajemni sklad pri dolgoročnih strategijah.

Dobljeni rezultati kažejo, da naložbeno zavarovanje ne izpolnjuje svoje osnovne funkcije, saj je pričakovana donosnost v vsakem trenutku nižja od zahtevane donosnosti, kar tudi pomeni, da se bo investitor sedaj odločil varčevati v vzajemnih skladih, in le v primeru lastne presoje, kolikor se bo želel tudi življenjsko zavarovati, se bo odločil še za nakup police rizičnega življenjskega zavarovanja.

2 Metodologija, vhodni podatki in predpostavke

Za primerjalno analizo se je izbrala večja slovenska zavarovalnica, ki prodaja tako naložbena zavarovanja kot tudi rizična življenjska zavarovanja, torej življenjska zavarovanja brez varčevalne komponente. Zavarovalnica se je izbrala naključno, edini razlog je bil v tem, da so se dobili vsaj tisti podatki, ki so nujno potrebni za analizo.

Če hočemo razumeti in vrednotiti naložbeno zavarovanje, ga moramo najprej razcepiti na instrumente, ki ga sestavljajo in, ki jih je lažje razumeti in vrednotiti, potem pa je potrebno iz kombinacije teh instrumentov sestaviti takšen finančni

instrument, ki bo imel enake ali vsaj podobne lastnosti kot naložbeno zavarovanje. Sestavljen finančni instrument oz. kombinirano naložbeno zavarovanje se nato primerja z naložbenim zavarovanjem.

Metodološki postopek:

1. Poiskati takšne predpostavke, kjer se bodo dobili najboljši rezultati iz naložbenega zavarovanja (fizične osebe).
2. Na trgih poiskati in sestaviti takšen finančni instrument, ki bo po svojih lastnostih najbolj podoben naložbenemu zavarovanju, da se izenači čim več tveganj med naložbama.
3. Izločiti in oceniti tista tveganja, ki niso enaka pri obeh finančnih instrumentih, ter jih ovrednotiti v njuni zahtevani donosnosti, da se izenačita za neposredno primerjavo.

Če hočemo narediti takšen reprezentativni primer, ki bo pojasnil tudi vse ostale primere, je potrebno poiskati takšne predpostavke, kjer se bodo dobili najboljši rezultati iz naložbenega zavarovanja. Po hitrem pregledu obeh finančnih instrumentov lahko ugotovimo, da je njihova temeljna razlika (in verjetno tudi največji učinek) v načinu obdavčitve za fizične osebe, zato lahko intuitivno sklepamo, da bodo rezultati iz naložbenega zavarovanja najboljši pri čim krajši varčevalni dobi in čim višji donosnosti. Ker so naložbena zavarovanja po 10-ih letih neobdavčena, in ker je velika verjetnost, da bodo takrat sredstva iz vzajemnega sklada (oz. kombiniranega naložbenega zavarovanja) obdavčena po najvišji efektivni stopnji, in hkrati pri višjih donosnostih tudi z višjim nominalnim davkom, se je predpostavila varčevalna doba za obdobje 10-ih let in najvišja povprečna letna donosnost iz projekcije denarnih tokov naložbenega zavarovanja, ki ga je pripravila zavarovalnica, 10 %. Če bodo rezultati iz naložbenega zavarovanja slabi pod takšnimi predpostavkami, lahko tudi z veliko gotovostjo trdimo, da lahko v primeru daljše varčevalne dobe in/ali nižje pričakovane oz. predpostavljene donosnosti vzajemnega sklada pričakujemo le še slabše rezultate. Če pogledamo še specifične stroške, ki

nastajajo pri naložbenem zavarovanju, ugotovimo, da imajo ob navedenih predpostavkah nasprotno učinke; prvi stroški, ki so določeni relativno na vsoto vseh vplačil, imajo manjši učinek pri višji donosnosti in večji učinek pri krajši varčevalni dobi, drugi stroški, ki so določeni relativno na vrednost premoženja, pa imajo večji učinek pri višji donosnosti in manjši učinek pri krajši varčevalni dobi.

Strošek življenjskega zavarovanja oz. premija za kritje rizika za primer smrti je poleg zavarovalne dobe odvisen še od starosti investitorja/zavarovanca (dalje: investitor) in višine zavarovalne vsote. Kolikor obstaja premosorazmerna povezava med ceno rizičnega življenjskega zavarovanja in ceno rizičnega življenjskega zavarovanja, ki je vračunana v naložbenem zavarovanju, potem izbor vhodnih podatkov nima nobenega učinka na končne rezultate. Odločili smo se za »splošni« primer; žensko, s pristopno starostjo 30 let, za višino premije oz. vložka se je izbralo 100 EUR na mesec oz. mesečni obročni način varčevanja, višina minimalne oz. zajamčene zavarovalne vsote pa se je določila v »običajni« višini vsote vseh vplačanih premij, torej 12,000 EUR.

Za kombinirano naložbeno zavarovanje se bo skonstruiral podoben finančni instrument, ki bo prav tako kot naložbeno zavarovanje sestavljen iz zavarovalnega in finančnega instrumenta, oba pa se bosta vrednotila po tržnih cenah. Denarna sredstva se bodo zato vsaki mesec najprej namenila za plačilo premije rizičnega življenjskega zavarovanja, preostanek pa se bo vložil v vzajemni sklad. Ker vemo, da je funkcija življenjskega zavarovanja pri naložbenem zavarovanju takšna, da ima investitor skozi celotno varčevalno oz. zavarovalno dobo kritje rizika za primer smrti vsaj v višini minimalne oz. zajamčene zavarovalne vsote, je potrebno kupiti takšno rizično življenjsko zavarovanje, ki bo imelo prav tako konstantno zavarovalno vsoto v višini 12,000 EUR skozi celotno varčevalno oz. zavarovalno dobo 10-ih let. Cena oz.

premija za polico takšnega rizičnega življenjskega zavarovanja pri pristopni starosti zavarovanke 30 let znaša 1.49 EUR na mesec.¹

Za kombinirano naložbeno zavarovanje se bo pripravila enaka projekcija denarnih tokov, kot ga pripravlja zavarovalnica za polico naložbenega zavarovanja. Ker se predpostavlja, da je zavarovalnica v svojem izračunu upoštevala vse stroške, ki nastajajo ob nespremenjenem varčevalnem načrtu, se mora v izračunu upoštevati tudi vstopno provizijo vzajemnega sklada. Od mesečnega vložka 100 EUR se bo tako najprej odštelo 1.49 EUR, kolikor znaša mesečni strošek za polico rizičnega življenjskega zavarovanja oz. premija za zavarovanje za primer smrti, nato pa se bo preostanek denarnih sredstev znižal še za 3 %, in sicer od vrednosti vplačanih točk vzajemnega sklada, kolikor običajno znaša vstopna provizija vzajemnega sklada in kolikor običajno znaša tudi vstopna provizija skladov, v katere vlaga zavarovalnica iz našega primera (brez izstopne provizije). Torej, predpostavljamo tudi, da se denarna sredstva pri obeh finančnih instrumentih vlagajo v isti vzajemni sklad, kar pomeni, da so tudi izenačena vsa tveganja, ki so povezana z vzajemnim skladom. Prav tako je potrebno dodati, da so izenačena tudi vsa tveganja, ki so povezana z menjavo

¹ Potrebno je opozoriti na več stvari, saj je očitno, da nakup rizičnega življenjskega zavarovanja vendarle ni tako enostaven kot je pri naložbenem zavarovanju. Zavarovalnica lahko zahteva minimalno obročno premijo v višini 10 EUR, kar pomeni, da je možen samo letni način plačevanja premije, ki znaša v našem primeru 17,88 EUR. Zaradi bolj nazornega prikaza, se je v izračunih upošteval mesečni način plačevanja premije, kar pomeni, da se denarni tok sicer nekoliko spremeni, vendar končna odstopanja po 10 letih so zanemarljiva, v višini med 10 in 20 EUR. Prav tako lahko zavarovalnica zahteva tudi priključitev dodatnih zavarovanj, kolikor zavarovalni produkt ni v »akciji«. To je sicer za našo analizo irelevantno, ker se s tem povečujejo le oportunistni stroški naložbenega zavarovanja, vendar pa precej nenavadno, saj je »akcija« samo v tem, da se samostojni zavarovalni produkt ne prodaja »v paketu«. Druge zavarovalnice lahko omejujejo ponudbo tudi z visoko minimalno zavarovalno vsoto, tretje s kratko maksimalno zavarovalno dobo, četrte pa jih sploh ne prodajajo oz. jih prodajajo samo v primeru in za potrebe ljudi, ki imajo odobren izredni limit na transakcijskih računih. Zanimivo pa je tudi to, da nekatere zavarovalnice prodajajo tovrstna zavarovanja po skoraj še enkrat višjih cenah kot konkurenca, pri čemer je zavarovalna storitev popolnoma identična.

vzajemnih skladov, saj je vzajemni sklad oblikovan kot podsklad krovnega sklada, kar pomeni, da so prenosi denarnih sredstev med podskladi neobdavčeni in brez ponovno obračunanih vstopnih stroškov. Za objavljeno povprečno (in predpostavljamo tudi konstantno) letno stopnjo donosa v višini 10 % se je predpostavilo, da je zavarovalnica z njo predpostavila donosnost vzajemnega sklada. Prav tako se predpostavlja, da je konstantna tudi mesečna stopnja donosa v višini 0.797414 %, ki je izračunana po konformni metodi, kot se jo mora uporabljati v takšnih izračunih. S predpostavljeno oz. pričakovano letno stopnjo donosa ob koncu 10-letnega obdobja sicer ni nič narobe, kolikor pa se predpostavi za vsako leto oz. za vsaki mesec konstantno stopnjo donosa, pa lahko trdimo edino to, da je takšna predpostavka v okviru realnih pričakovanj. Zato lahko tudi trdimo, da kakršnakoli dinamika letnih oz. mesečnih donosnostih, predpostavljenih v okviru realnih pričakovanj, ne bi smela vplivati na končne rezultate na takšen način, da naložbeno zavarovanje ne bi izpolnjevalo svoje osnovne funkcije.

3 Kriteriji za presojo zahtevane donosnosti

3.1 Primerjava pogojev varčevanja

Način varčevanja v vzajemnem skladu je popolnoma prepuščen investitorjevi presoji. Koliko in kdaj bo vložil, kakšne bodo spremembe glede na predviden čas varčevanja in višino obroka oz. kdaj bo prekinil varčevanje ali zahteval izplačilo iz vzajemnega sklada, ni pogojeno z nobenimi dodatnimi stroški ali zahtevami vzajemnega sklada. Hkrati se lahko prav tako ugotovi, da ni nobenih stroškov tudi s prekinitvijo police rizičnega življenjskega zavarovanja. Glede na to, da Zakon o davku od prometa zavarovalnih poslov opredeli obdavčitev življenjskih zavarovanj, ki so sklenjena za zavarovalno dobo daljšo od 10-ih let, in ki prenehajo pred potekom 10-ih let, v višini izplačila, ki ga prejme investitor (zavarovalec), v tem primeru pa ni nobenega izplačila, lahko zaključimo, da investitor v tem primeru nima niti nobenih davčnih obveznosti v zvezi s prekinitvijo zavarovanja. Ker ni nobenega izplačila, tudi ni nobene obdavčitve po dohodnini.

Nasprotno od pogojev varčevanja v vzajemnem skladu je varčevanje v naložbenem zavarovanju zelo strogo opredeljeno, saj je za vsako spremembo varčevalnega načrta potrebno soglasje zavarovalnice, pri čemer se spremembe tudi omejujejo, prav tako pa so hkrati tudi bolj ali manj povezane s stroški. Največji problem predstavlja vsekakor likvidnost, saj se npr. v prvih dveh letih varčevanja pojavljajo celo tako visoki stroški, da v primeru prekinitve varčevanja investitor izgubi celoten vložek in donosnost, prav tako pa lahko opazimo tudi izrazito negativne davčne učinke, saj je investitor zaradi davka od prometa zavarovalnih poslov obdavčen tudi v primeru negativnih kapitalskih dobičkov (tab. 1). Morda bi lahko likvidnost naložbenega zavarovanja izboljševal predujem, vendar če pogledamo v Obligacijski zakonik in splošne pogoje zavarovalnice, lahko ugotovimo, da je predujem vsebinsko le delno izplačilo iz zavarovalne police oz. t.i. delni odkup zavarovalne police, kar pomeni, da se investitor ne more izogniti negativnim davčnim učinkom.²

3.2 Zahtevana donosnost

Glede na to, da je naložbeno zavarovanje po svoji vsebini samo kombinacija dveh samostojnih instrumentov, finančnega in zavarovalniškega, mora biti funkcija takšnega finančnega instrumenta edino takšna, da ima višjo zahtevano donosnost od finančnega instrumenta, ki se ga lahko sestavi in dobi ločeno na finančnih in zavarovalniških trgih. Za primerjalno osnovo je zato potrebno vzeti pričakovano donosnost kombiniranega naložbenega zavarovanja, ki mora biti tudi enaka njegovi zahtevani donosnosti, ker je pričakovana donosnost vzajemnega sklada predpostavljena. Zahtevana donosnost naložbenega zavarovanja pa se bo izpeljala

² Pri predujmu se pogostokrat špekulira (tudi s strani zavarovalnic), da je po svoji vsebini oblika kredita. Če pogledamo v Obligacijski zakonik, ki ureja predujem, sicer samo za vseživljenjska zavarovanja, ugotovimo, da je predujem opredeljen kot delno pred-izplačilo zavarovalne vsote do odkupne vrednosti police, kar pomeni, da se tako zavarovalna vsota (povezana z investitorjevim premoženjem) kot tudi investitorjevo premoženje mora zmanjšati. V splošnih pogojih naložbenega zavarovanja ugotovimo, da se investitorjevo premoženje zmanjša v trenutku odobritve predujma, kar pomeni, da se predujem financira iz investitorjevega premoženja.

iz zahtevane donosnosti kombiniranega naložbenega zavarovanja, ocenjena pa bo tudi na osnovi različnih tveganj, ki se pojavljajo pri posameznem finančnem instrumentu. Na ta način se bosta zahtevani donosnosti obeh finančnih instrumentov izenačili za neposredno primerjavo, s katero bomo potem lahko ugotavljali, ali je zahtevana donosnost naložbenega zavarovanja višja od zahtevane donosnosti kombiniranega zavarovanja.

Ker ugotavljamo, da finančna instrumenta nista povsem enaka, ocenjujemo, da mora biti zahtevana donosnost naložbenega zavarovanja višja od zahtevane donosnosti kombiniranega naložbenega zavarovanja vsaj zaradi dveh vrst tveganj.³

3.2.1 Premija za tveganje nastanka zavarovalnega primera

Ugotovimo lahko, da je življenjsko zavarovanje pri kombiniranem naložbenem zavarovanju bolj kvalitetno, saj lahko investitor oz. njegov dedič pričakuje v vsakem primeru višjo izplačilo kot iz naložbenega zavarovanja (tab. 1 in 2.). Investitor ima skozi celotno varčevalno oz. zavarovalno dobo konstantno kritje rizika za primer smrti v polici rizičnega življenjskega zavarovanja, pri čemer je višina zavarovalne vsote enaka minimalni oz. zjamčeni zavarovalni vsoti naložbenega zavarovanja,

³ Tveganja, ki lahko nastajajo pri naložbenem zavarovanju, so npr. še: (1) plačilo obresti na predujem oz. na investitorjevo premoženje, ki se je izplačalo iz vzajemnega sklada, pri čemer je izplačana vrednost premoženja povezana tudi z dodatnim tveganjem znižanja minimalne oz. zjamčene zavarovalne vsote; (2) obveznost vračila predujma oz. investitorjevega premoženja kot reinvesticija v vzajemni sklad; (3) stroški ob spremembi varčevalnega načrta; (4) možnost prekinitve varčevanja le ob izpolnjevanju določenih pogojev, kot npr. izselitev iz države, smrt upravičenca ali ožjega družinskega člana, nastop 100 % trajne invalidnosti ali izgube poslovne sposobnosti ali težje bolezni zavarovanca, brezposelnost; (5) tveganja v primeru neplačila »rednega« mesečnega vložka v vzajemni sklad, ki ima lahko za posledice razdrtje pogodbe s strani zavarovalnice oz. prekinitve življenjskega zavarovanja, znižanje minimalne oz. zjamčene zavarovalne vsote, prekinitve dodatnih zavarovanj ter časovno omejeno obnovitev življenjskega zavarovanja oz. zvišanje minimalne oz. zjamčene zavarovalne vsote na pogodbeno raven, ki je lahko možno le s plačilom vseh zapadlih neplačanih mesečnih vložkov v vzajemni sklad (oz. premij) in zamudnih obresti, pri čemer se lahko kontrolira tudi zdravstveno stanje, ki pomeni dodatno tveganje za zavarovalca.

poleg tega pa ima še kritje rizika za primer smrti v premoženju iz vzajemnega sklada. To pomeni, da se mu zavarovalna vsota zviša že ob prvem vplačilu v vzajemni sklad, medtem ko se zavarovalna vsota pri naložbenem zavarovanju zviša šele po letih varčevanja, npr. v našem primeru ob predpostavljeni 10 % konstantni donosnosti vzajemnega sklada šele ob koncu 8. leta varčevanja ali po štirih petinah varčevalne dobe, lahko pa tudi nikoli, kolikor vrednost premoženja v vzajemnem skladu ne preseže višine minimalne oz. zajamčene zavarovalne vsote. Zaradi slabšega zavarovanja in posledično nižjih stroškov zavarovanja, ali zaradi tveganja nižjega izplačila v primeru nastanka zavarovalnega primera, lahko investitor zahteva višjo donosnost naložbenega zavarovanja v vsakem trenutku varčevalnega obdobja. Pribitek na zahtevano donosnost smo v tabeli 5 označili z X, poimenujemo ga pa lahko tudi »premija za tveganje nastanka zavarovalnega primera«.

3.2.2 Premija za tveganje nelikvidnosti

Zdi se, da se ne glede na dinamiko donosnosti naložbenega zavarovanja vsi predčasni izhodi iz investicije za investitorja zelo slabi. Ne samo zaradi visokih stroškov, ki v prvih dveh letih varčevanja dosežejo tudi celotni vložek in donosnost, pač pa tudi zaradi visoke efektivne davčne stopnje, saj je investitor v prvih 10-ih letih obdavčen kar dvakrat; najprej v višini 6.5 % od višine izplačila in nato še v višini 20 % od morebitno doseženih obresti oz. razlike med prejetim izplačilom in seštevkom vseh obročnih vplačil. To je razvidno tudi iz tabele 3, kjer se simulirajo davčni učinki ob predpostavki, da je znesek izplačila po plačilu vseh stroškov in pred plačilom davka iz naložbenega zavarovanja enak pričakovanemu izplačilu iz kombiniranega naložbenega zavarovanja. Vidimo, da je v vseh obdobjih varčevanja efektivna davčna stopnja pri naložbenem zavarovanju za več kot enkrat višja kot znaša pri kombiniranem naložbenem zavarovanju. Še več, v zadnjem stolpcu tabele 4 lahko ugotovimo, da zaradi davčnega učinka investitor ob danih predpostavkah niti teoretično ne more pričakovati, da bo pričakovano izplačilo iz naložbenega zavarovanja enako zahtevanemu, saj je zahtevana donosnost pred plačilom davka skozi celotno varčevalno obdobje višja od pričakovane oz. predpostavljene

donosnosti vzajemnega sklada, ki znaša 10 %. To pomeni, da se niti z zniževanjem vseh stroškov, vključno s stroški zavarovanja, ne more doseči zahtevana donosnost, edina možnost bi lahko bila le še v zniževanju upravljalvske provizije vzajemnega sklada.

Investitor ima dve možnosti: ali naložbe v naložbeno zavarovanje ne bo sprejel, ker lahko v vmesnem obdobju varčevanja z gotovostjo pričakuje nižjo donosnost od zahtevane donosnosti, ali pa bo naložbo sprejel in bo zaradi slabe likvidnosti in tveganja manjšega izplačila v primeru predčasne prekinitve varčevanja, ob koncu varčevalne dobe zahteval pribitek na zahtevano donosnost oz. premijo za tveganje nelikvidnosti. V tabeli 5 smo jo označili z Y.⁴

4 Rezultati

Prvo kar nas zanima je pričakovano izplačilo ob koncu varčevalne dobe (tab. 1 in 2). Pričakovano izplačilo iz naložbenega zavarovanja znaša le 16,854 EUR in je za 1,215 EUR nižji od pričakovanega izplačila iz kombiniranega naložbenega zavarovanja (18,069 EUR), ali pričakovani kapitalski dobiček je skoraj za 20 % nižji. Še več, tudi če bi bil po neki nenavadni, praktično mogoči samo še v teoriji, dinamiki letnih oz. mesečnih donosnostih vzajemnega sklada dobiček iz kombiniranega naložbenega zavarovanja (oz. vzajemnega sklada) obdavčen po maksimalni davčni stopnji 20 %, bo znesek pričakovanega izplačila v višini 17,770 EUR še vedno višji od pričakovanega izplačila iz naložbenega zavarovanja, kar pomeni, da lahko nedvomno trdimo, da je pričakovano izplačilo iz kombiniranega življenjskega zavarovanja v vsakem primeru višje od izplačila iz naložbenega zavarovanja. Prav tako lahko v tabeli 5 ugotovimo, da je pričakovana donosnost kombiniranega naložbenega zavarovanja za 1.33 odstotne točke višja od pričakovane donosnosti naložbenega zavarovanja, kar nedvomno tudi pomeni, da je pričakovana donosnost

⁴ Zaradi omejenosti s prostorom in ker ocenjujemo, da v pričujoči analizi niti ni potrebno, se bosta premija za tveganje nastanka zavarovalnega primera in premija za tveganje nelikvidnosti ocenili v naslednjem prispevku.

naložbenega zavarovanja nižja od zahtevane donosnosti naložbenega zavarovanja. Zaradi slabšega življenjskega zavarovanja in slabše likvidnosti v primeru predčasne prekinitve varčevanja, mora biti zahtevana donosnost naložbenega zavarovanja višja od zahtevane donosnosti kombiniranega naložbenega zavarovanja.

Drugo, vsi predčasni izhodi iz investicije so za investitorja zaradi visokih stroškov in davčnih učinkov veliko slabši v primeru naložbenega zavarovanja, prav tako pa lahko tudi ugotovimo, da so davčni učinki celo takšni, da je davek tudi nominalno višji od davka, ki ga je potrebno plačati pri kombiniranem naložbenem zavarovanju, pa čeprav je vrednost izplačila pred davki veliko nižja (tab. 1 in 2). V tabeli 1 tudi opazimo, da je zaradi davka od prometa zavarovalnih poslov in visokih stroškov efektivna davčna stopnja od tretjega leta pa do začetka šestega leta varčevalnega obdobja celo negativna, pri čemer se sorazmerno z zniževanjem kapitalske izgube tudi povečuje, ker se hkrati povečuje davčna osnova. Če primerjamo efektivne davčne stopnje iz tabele 1 in 2 v obdobju od konca 6. leta do konca 9. leta opazimo, da so pri naložbenem zavarovanju od 1.3-krat do 2.3-krat višje kot pri kombiniranem naložbenem zavarovanju, pri čemer lahko zopet ugotovimo, da takšen učinek seveda ni samo rezultat visokih davkov, pač pa tudi visokih stroškov. Iz tabele 5 lahko tudi ugotovimo, da je pričakovana donosnost vse do 6. leta varčevanja negativna, v celotnem varčevalnem obdobju pa močno nižja od pričakovane donosnosti kombiniranega naložbenega zavarovanja, kar nedvomno tudi pomeni, da je pričakovana donosnost naložbenega zavarovanja nižja od zahtevane donosnosti naložbenega zavarovanja (zadnji stolpec).

Tretje, iz zadnjega stolpca tabele 1 in 2 se lahko ugotovi, kakšne so razlike med zavarovalnimi vsotami obeh finančnih instrumentov. Medtem ko je pričakovana zavarovalna vsota pri naložbenem zavarovanju skoraj do konca 8. leta enaka in znaša 12,000 EUR, znaša pri kombiniranem naložbenem zavarovanju ob koncu tega leta že 25,825 EUR, ker se seštevata tako izplačilo po polici rizičnega življenjskega zavarovanja v višini 12,000 EUR kot tudi pričakovano premoženje v

vzajemnem skladu v višini 13,825 EUR. Dodamo lahko še, da je izplačilo za dediče v obeh primerih neobdavčeno.

5 Sklep

V prispevku smo ocenjevali zahtevano donosnost naložbenega življenjskega zavarovanja, hkrati pa smo iskali tudi odgovor na dilemo, ki se že dolgo pojavlja v slovenskem prostoru, in sicer, kje je bolj »smotrno« varčevati, ali v vzajemnem skladu ali v naložbenem zavarovanju. Za primerjalno analizo smo skonstruirali podoben finančni instrument, ki ima po svojih lastnostih prav tako dva bistvena elementa naložbenega zavarovanja, življenjsko zavarovanje in varčevanje v vzajemnem skladu. Na ta način smo izenačili čim več tveganj med naložbama, v njuni zahtevani donosnosti pa smo potem ovrednotili še tista specifična tveganja, ki so značilna za posamezni finančni instrument.

Rezultati, ki smo jih dobili iz analize naložbenega zavarovanja so tako slabi, da v odgovorih ne puščajo nobenega dvoma. Ključna ugotovitev je, da lahko z gotovostjo trdimo, da je pričakovana donosnost naložbenega zavarovanja v vsakem trenutku nižja od zahtevane donosnosti, kar pomeni, da se bo investitor sedaj odločil varčevati v vzajemnih skladih, in le v primeru lastne presoje, kolikor se bo želel tudi življenjsko zavarovati, se bo odločil še za nakup police rizičnega življenjskega zavarovanja. Prav tako lahko z veliko gotovostjo trdimo, da je pričakovana donosnost naložbenega zavarovanja nižja od zahtevane donosnosti tudi v vsakem primeru, v primeru daljše zavarovalne dobe in/ali nižje pričakovane oz. predpostavljene donosnosti vzajemnega sklada, pri čemer je potrebno poudariti, da ne bi smela biti nižja niti v enem primeru.

Ocenjujemo, da se tako slabo pripravljen finančni instrument sploh ne bi smel pojaviti na trgu, ker kot prvo mora investitor sprejemati večje tveganje, da lahko pričakuje manj kot lahko tvega in pričakuje ločeno na finančnih in zavarovalniških trgih, hkrati se pa zdi, da ima že nasproten in negativen učinek na sam

zavarovalniški trg, ki se kaže bodisi v obliki omejevanja ponudbe rizičnih življenjskih zavarovanj oz. samostojnih zavarovalnih storitev, bodisi v sami netransparentnosti ponudbe zavarovalnih storitev. Slednji učinek ima še poseben pomen, saj se zdi, da zavarovalnice navzven utemeljujejo nizko pričakovano donosnost naložbenega zavarovanja z visoko ceno življenjskega zavarovanja, ki je zamaskirana v mehanizmu naložbenega zavarovanja, le-ta pa se zdi, da je v nižjih starostnih skupinah in ob »običajnih« zavarovalnih vsotah tako nizka, da ima praktično zanemarljive učinke na denarne tokove.

Sources

1. Insurance company: Informative calculation for the unit-linked life insurance (2010)
2. Insurance company: Informative calculation for the risk life insurance (2010)
3. Insurance company: Price list for the risk life insurance with a constant sum insured (2010)
4. Insurance company: Price list of additional services for the unit-linked life insurance (2010)
5. Insurance company: General business condition for the unit-linked life insurance (2010)
6. Insurance company: General business condition for the risk life insurance (2010)
7. Official Journal of RS, No. 96/2005: Insurance Contracts Tax Acts (official consolidated version) (ZDPZP-UPB1)
8. Official Journal of RS, No. 97/2007: Code of Obligations (official consolidated version) (OZ -UPB1)
9. Official Journal of RS, No. 51/2010: Personal Income Tax Act (official consolidated version) (ZDoh-2-UPB6)

Viri

1. Zavarovalnica: Informativni izračun za naložbeno življenjsko zavarovanje (2010)
2. Zavarovalnica: Informativni izračun za rizično življenjsko zavarovanje (2010)
3. Zavarovalnica: Cenik za življenjsko zavarovanje za primer smrti s konstantno zavarovalno vsoto (2010)
4. Zavarovalnica: Cenik za dodatne storitve pri življenjskem zavarovanju (2010)
5. Zavarovalnica: Splošni pogoji za življenjsko naložbeno zavarovanje (2010)
6. Zavarovalnica: Splošni pogoji za življenjsko zavarovanje za primer smrti (2010)
7. Ur.l. RS, št. 96/2005: Zakon o davku od prometa zavarovalnih poslov (uradno prečiščeno besedilo) (ZDPZP-UPB1)
8. Ur.l. RS, št. 97/2007: Obligacijski zakonik (uradno prečiščeno besedilo) (OZ-UPB1)
9. Ur.l. RS, št. 51/2010: Zakon o dohodnini (uradno prečiščeno besedilo) (ZDoh-2-UPB6)

Tabela 1: Projekcija denarnih tokov naložbenega zavarovanja; fizične osebe

Leto	Vložena sredstva (kumulativno) (EUR)	Pričakovana vrednost premoženja (EUR)	Pričakovano izplačilo v primeru prekinitve varčevanja (EUR)	Pričakovano izplačilo v primeru prekinitve varčevanja po plačilu davkov ¹ (EUR)	Efektivna davčna stopnja ²	Pričakovano izplačilo v primeru smrti (EUR)
1.	1,200	599	0	0	-	12,000
2.	2,400	1,822	0	0	-	12,000
3.	3,600	3,160	3,002	2,807	-32.61 %	12,000
4.	4,800	4,626	4,395	4,109	-70.62 %	12,000
5.	6,000	6,230	5,919	5,534	-475.31 %	12,000
6.	7,200	7,987	7,987	7,414	72.81 %	12,000
7.	8,400	9,911	9,911	9,093	54.14 %	12,000
8.	9,600	12,019	12,019	10,910	45.85 %	12,019
9.	10,800	14,327	14,327	12,877	41.11 %	14,327
10.	12,000	16,854	16,854	16,854	0 %	16,854

Vir: Zavarovalnica in avtor (davčni učinki)

Opombe:

Predpostavke zavarovalnice: ženska, stara 30 let, obdobje varčevanja oz. zavarovanja 10 let, mesečno vplačilo 100 EUR oz. 120 mesečnih vplačil po 100 EUR, minimalna oz. zjamčena zavarovalna vsota 1.000 EUR, povprečna letna stopnja donosa 10 %. Vsa izplačila dospevajo ob koncu obdobja. Avtorjeve predpostavke: Vsa vplačila dospevajo na začetku obdobja, konstantna mesečna stopnja donosa 0.797414 %, vse cene so fiksne skozi celotno obdobje varčevanja.

¹ Možna sta dva davka: davek od prometa zavarovalnih poslov v višini 6.5 % od višine izplačila in dohodnina v višini 20 % od doseženih obresti oz. razlike med prejetim izplačilom in seštevkom vseh obročnih vplačil. Po 10-letih oproščeno vseh davkov.

² Efektivna davčna stopnja je izračunana na osnovi celotnega vložka in po principu kapitalskih dobičkov.

Tabela 2: Projekcija denarnih tokov kombiniranega naložbenega zavarovanja; fizične osebe

Leto	Vložena sredstva v vzajemni sklad in življenjsko zavarovanje (kumulativno) ¹ (EUR)	Pričakovana vrednost premoženja (EUR)	Pričakovano izplačilo v primeru prekinitve varčevanja (EUR)	Pričakovano izplačilo v primeru prekinitve varčevanja po plačilu davkov ² (EUR)	Efektivna davčna stopnja ⁴	Pričakovano izplačilo v primeru smrti ³ (EUR)
1.	1,200	1,209	1,209	1,201	83.90 %	13,209
2.	2,400	2,539	2,539	2,500	28.10 %	14,539
3.	3,600	4,002	4,002	3,905	24.10 %	16,002
4.	4,800	5,611	5,611	5,427	22.65 %	17,611
5.	6,000	7,381	7,381	7,079	21.89 %	19,381
6.	7,200	9,328	9,328	8,910	19.62 %	21,328
7.	8,400	11,469	11,469	10,907	18.30 %	23,469
8.	9,600	13,825	13,825	13,087	17.46 %	25,825
9.	10,800	16,417	16,417	15,468	16.89 %	28,417
10.	12,000	19,267	19,267	18,069	16.48 %	31,267

Vir: Avtor

Opombe:

Predpostavke: ženska, stara 30 let, obdobje varčevanja oz. zavarovanja 10 let, mesečno vplačilo 100 EUR oz. 120 mesečnih vplačil po 100 EUR, konstantna letna stopnja donosa 10 %. Cena riziko življenjskega zavarovanja s konstantno zavarovalno vsoto 12,000 EUR znaša 1.49 EUR na mesec. Vsa vplačila dospevajo na začetku obdobja, vsa izplačila dospevajo na koncu obdobja. Vsi rezultati so izračunani v Excelu, s funkcijo FV in IRR. Vse cene so fiksne skozi celotno obdobje varčevanja.

¹ Vložena sredstva v vzajemni sklad smo vsaki mesec zmanjšali za 3 % vstopnih stroškov vzajemnega sklada in 1.49 EUR za stroške police življenjskega zavarovanja, tako da znašajo 95.64 EUR na mesec. Mesečno konstantno obrestno mero smo izračunali po konformni metodi in znaša 0.797414 %.

² Varčevanje v vzajemnem skladu oz. dosežen kapitalski dobiček je obdavčen po dohodnini, in sicer, v prvih petih letih znaša 20 %, v drugih petih letih pa 15 % (v izračunih je upoštevan še 1 % normiranih stroškov ob nakupu in prodaji kapitala). Višina davka je za vsako leto obračunana skladno s projekcijo denarnih tokov oz. s predpostavljeno konstantno stopnjo donosa 10 %.

³ Vsota vrednosti premoženja v vzajemnem skladu in izplačila za primer smrti po polici življenjskega zavarovanja.

⁴ Ker je davčna osnova in tako tudi efektivna davčna stopnja pri naložbenem zavarovanju izračunana na osnovi celotnega vložka, je za primerjavo potrebno v efektivni davčni stopnji za kombinirano naložbeno zavarovanje prav tako upoštevati celoten vložek, torej tudi premijo za rizično življenjsko zavarovanje in vstopno provizijo vzajemnega sklada. Normirani stroški so se upoštevali le pri izračunu velikosti davka.

Tabela 3: Primerjava davčnih učinkov v primeru enakega izplačila po plačilu vseh stroškov

Leto	Vložena sredstva (kumulativno) (EUR)	Pričakovano izplačilo v primeru prekinitve varčevanja (EUR)	Kombinirano naložbeno zavarovanje		Naložbeno zavarovanje	
			Pričakovano izplačilo po plačilu davkov (EUR)	Efektivna davčna stopnja	Pričakovano izplačilo po plačilu davkov (EUR)	Efektivna davčna stopnja
3.	3,600	4,002	3,905	24.10 %	3,711	72.51 %
4.	4,800	5,611	5,427	22.65 %	5,153	56.53 %
5.	6,000	7,381	7,079	21.89 %	6,715	48.23 %
6.	7,200	9,328	8,910	19.62 %	8,410	43.15 %
7.	8,400	11,469	10,907	18.30 %	10,251	39.70 %
8.	9,600	13,825	13,087	17.46 %	12,251	37.25 %
9.	10,800	16,417	15,468	16.89 %	14,428	35.41 %

Vir: Avtor

Tabela 4: Davčni učinki in zahtevana donosnost naložbenega zavarovanja pred plačilom davkov

Leto	Vložena sredstva (kumulativno) (v) (EUR)	Kombinirano naložbeno zavarovanje			Naložbeno zavarovanje ¹		
		Zahtevano izplačilo (a) (EUR)	Zahtevano izplačilo po plačilu davkov (EUR)	Efektivna davčna stopnja (EDS)	Zahtevano izplačilo (b) (EUR)	Zahtevano izplačilo po plačilu davkov (EUR)	Zahtevana donosnost pred plačilom davkov (EUR)
1.	1,200	1,209	1,201	83.90 %	> 1,285 + X	> 1,201 + X	> 13.33 % + X
2.	2,400	2,539	2,500	28.10 %	> 2,700 + X	> 2,500 + X	> 11.75 % + X
3.	3,600	4,002	3,905	24.10 %	> 4,258 + X	> 3,905 + X	> 11.20 % + X
4.	4,800	5,611	5,427	22.65 %	> 5,972 + X	> 5,427 + X	> 10.91 % + X
5.	6,000	7,381	7,079	21.89 %	> 7,859 + X	> 7,079 + X	> 10.73 % + X
6.	7,200	9,328	8,910	19.62 %	> 9,987 + X	> 8,910 + X	> 10.78 % + X
7.	8,400	11,469	10,907	18.30 %	> 12,336 + X	> 10,907 + X	> 10.79 % + X
8.	9,600	13,825	13,087	17.46 %	> 14,929 + X	> 13,087 + X	> 10.78 % + X
9.	10,800	16,417	15,468	16.89 %	> 17,791 + X	> 15,468 + X	> 10.76 % + X

Vir: Avtor

Opombe:

Za izračun vrednosti se je pripravila naslednja formula:

$$(a - (a - v) * EDS - v * 0.2) / 0.748 = b$$

a = znesek izplačila iz kombiniranega naložbenega zavarovanja pred davki

EDS = efektivna davčna stopnja pri kombiniranem naložbenem zavarovanju

b = znesek izplačila iz naložbenega zavarovanja pred davki

v = znesek vplačila

¹ Simbol (>) pomeni, da morajo biti vse zahtevane donosnosti oz. vsa izplačila višja od navedenih vrednosti, ker je funkcija naložbenega zavarovanja lahko edino takšna, da mora imeti višjo zahtevano donosnost od finančnega instrumenta, ki se ga lahko sestavi in dobi ločeno na finančnih in zavarovalniških trgih.

- X pomeni premija za tveganje nastanka zavarovalnega primera oz. pribitek na zahtevano donosnost naložbenega zavarovanja, ki ga lahko investitor zahteva zaradi slabšega življenjskega zavarovanja.

Tabela 5: Primerjava pričakovane in zahtevane donosnosti po plačilu vseh stroškov in davkov

Leto	Vložena sredstva (kumulativno) (EUR)	Kombinirano naložbeno zavarovanje			Naložbeno zavarovanje		
		Pričakovano izplačilo po plačilu davkov (EUR)	Pričakovana donosnost	Zahtevana donosnost	Pričakovano izplačilo po plačilu davkov (EUR)	Pričakovana donosnost	Zahtevana donosnost ¹
1.	1,200	1,201	0.15 %	0.15 %	0	-100 %	> 0.15 % + X
2.	2,400	2,500	3.97 %	3.97 %	0	-100 %	> 3.97 % + X
3.	3,600	3,905	5.35 %	5.35 %	2,807	-15.49 %	> 5.35 % + X
4.	4,800	5,427	6.08 %	6.08 %	4,109	-7.51 %	> 6.08 % + X
5.	6,000	7,079	6.55 %	6.55 %	5,534	-3.17 %	> 6.55 % + X
6.	7,200	8,910	7.01 %	7.01 %	7,414	0.96 %	> 7.01 % + X
7.	8,400	10,907	7.34 %	7.34 %	9,093	2.23 %	> 7.34 % + X
8.	9,600	13,087	7.59 %	7.59 %	10,910	3.15 %	> 7.59 % + X
9.	10,800	15,468	7.81 %	7.81 %	12,877	3.84 %	> 7.81 % + X
10.	12,000	18,069	7.94 %	7.94 %	16,854	6.61 %	> 7.94 % + X + Y

Vir: Avtor

Opombe:

¹ Y pomeni premija za tveganje nelikvidnosti oz. pribitek na zahtevano donosnost naložbenega zavarovanja, ki ga lahko investitor zahteva zaradi slabše likvidnosti.